

Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia
Vol. 17, No. 4, 2002, 496 - 505

RELEVANSI NILAI *DIVIDEND YIELD* DAN RASIO P/E DENGAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN

Julianto Agung Saputro

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN

ABSTRACT

Analysts use valuation model in determining and evaluating share prices. Survey evidence suggests that the dominant valuation model is the price-earnings (P/E) ratio, but that other approaches such as the dividend yield are also important. This study develops and tests a market valuation models whose main prediction is that equity value is a function of earnings, dividends and book value. This study demonstrates that growth firms relevant use P/E ratio approach, and that not growth firms more relevant use dividend yield ratio approach than P/E ratio.

Keywords: *P/E ratio, dividend yield, market valuation model, growth firm*

PENDAHULUAN

Model penilaian (*valuation model*) digunakan oleh analis untuk menentukan dan mengevaluasi harga saham. Model penilaian dibagi menjadi dua pendekatan, yaitu pendekatan nilai sekarang dan pendekatan rasio P/E (Jones, 2000). Pada pendekatan nilai sekarang salah satu model yang digunakan adalah model diskonto dividen, yaitu model yang digunakan untuk melihat prospek masa depan perusahaan dengan mengestimasi dividen yang telah dibayarkan. Sedangkan pada pendekatan rasio P/E, suatu saham dikatakan bernilai jika memiliki prospek pada laba dimasa yang akan datang. Pilihan pendekatan mana yang akan digunakan sangat penting, karena akan menentukan spesifikasi dan interpretasi model ekonometri dari harga, laba dan dividen (Barker, 1999). Penelitian ini akan melihat pendekatan mana yang lebih memiliki relevansi nilai pada perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh.

Model penilaian dengan dasar informasi akuntansi menunjukkan bahwa ekuitas berkaitan dengan (1) laba akuntansi (Ball dan Brown, 1968; Barth, 1991; Collins dan

Kothari, 1989); (2) ukuran neraca dari aset dan kewajiban (Landsman, 1986) atau (3) laba dan nilai buku. Model (3) didasarkan pada preposisi bahwa pada kondisi yang realistis di mana terdapat pasar tidak sempurna, sistem akuntansi menyediakan informasi mengenai nilai buku dan laba sebagai komponen pelengkap dari nilai ekuitas (Burgstahler dan Dichev, 1997). Ohlson (1995) juga menunjukkan harga sebagai suatu fungsi linier dari nilai buku dan laba abnormal.

Nilai ekuitas adalah fungsi tambahan dari laba dan nilai buku, dalam spesifikasi empiris biasanya diasumsikan diperoleh dari modal (Easton dan Harris, 1991). Model tersebut lebih lanjut diperbaiki dengan menyusun kembali komponen laba ke dalam dividen dan laba yang ditahan (Rees, 1997). Hasilnya adalah suatu model penilaian yang menghubungkan ekuitas ke dividen, laba ditahan dan nilai buku.

Adanya dividen dan laba ditahan dalam model penilaian sesuai dengan bukti empiris yang ada bahwa model penilaian yang dominan yang digunakan oleh analis adalah rasio P/E (Barker, 1999 dan Jones, 2000). Walaupun demikian, pendekatan nilai sekarang

dengan menggunakan *dividend yield* juga merupakan hal yang penting (Govindarajan, 1980; Arnold dan Moizer, 1984; Previts dkk., 1994; dan Barker, 1999). Pada kenyataannya ada bukti dari dependensi industri pada preferensi analis antara model penilaian *dividend yield* dan rasio P/E (Barker, 1999). Pertanyaan yang muncul adalah sifat dan pentingnya peran dividen dan laba pada model penilaian. Penelitian ini akan menguji apakah model penilaian ini tergantung pada tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh memiliki relevansi nilai pada rasio P/E dan perusahaan yang tidak bertumbuh memiliki relevansi nilai pada *dividend yield*.

TINJAUAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Potensi pertumbuhan perusahaan dapat diprosikan dengan menggunakan nilai *investment opportunity set* (IOS). IOS menurut Myers (1977) merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif. Menurut Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Potensi pertumbuhan dapat ditunjukkan dengan perbedaan antara nilai pasar saham dengan nilai buku dan adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong, 1991). Komponen dari nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang adalah merupakan IOS (Myers, 1977; Smith dan Watts, 1992).

IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu diperlukan proksi (Hartono, 1999a). Hal ini didukung oleh Kallapur dan Trombley, (2001) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi

perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian. Proksi ini dapat diklasifikasikan dalam empat tipe, yaitu: (1) proksi yang berbasis pada harga, (2) proksi yang berbasis pada investasi, (3) proksi yang berbasis pada varian; dan (4) pengukuran gabungan dari IOS (Kallapur dan Trombley 2001).

Pada penelitian ini akan digunakan proksi berbasis pada harga dan proksi berbasis pada investasi. Proksi berbasis harga mendasarkan pada perbedaan antara aset dan nilai perusahaan, oleh karena itu proksi ini sangat tergantung pada harga saham (Hartono, 1999b). Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan aset yang dimilikinya. (Kallapur dan Trombley, 2001). Dengan demikian proksi berbasis pada harga dibentuk sebagai suatu rasio yang berhubungan dengan pengukuran aset yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Proksi berbasis pada harga yang digunakan dalam penelitian ini adalah: (1) rasio *market to book value asset* (MVABVA), (2) rasio *market to book value of equity* (MVEBVE), (3) Tobin's *q* (TOBINQ), (4) rasio *firm value to property, plant and equipment* (VPPE), dan (5) rasio *firm value to depreciation* (VDEP).

Rasio *market to book value of equity* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992; Hartono, 1999). Tobin's *q* didefinisikan sebagai nilai pasar dari perusahaan dibagi dengan *replacement cost* dari aset. *Replacement cost* yang digunakan pada penelitian ini sama dengan yang digunakan pada penelitian Skinner (1993) dan Kallapur dan Trombley (1999).

Rasio *firm value to property, plant and equipment* digunakan dengan didasari alasan bahwa *property, plant and equipment* (PPE)

dapat menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif (Subekti, 2000). Rasio ini menunjukkan investasi masa lalu pada PPE yang ditunjukkan sebagai *assets-in-place* (Skinner, 1993). Rasio *firm value to depreciation*, menunjukkan besarnya pengurangan *assets-in-place*. Semakin besar rasio ini menunjukkan adanya kesempatan investasi (Smith dan Watts, 1992).

Proksi berbasis pada investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan. (Kallapur dan Trombley, 1999). Perusahaan dengan IOS yang tinggi juga akan mempunyai tingkat investasi yang sama tinggi, yang dikonversi menjadi aset yang dimiliki (Kallapur dan Trombley, 2001). Proksi berbasis investasi ini dibentuk dengan menggunakan rasio dengan membandingkan ukuran investasi pada ukuran aset yang telah dimiliki atau dengan hasil operasi yang dihasilkan dengan aset yang dimiliki. Proksi berbasis investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah: (1) rasio *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA), (2) rasio *capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA) dan (3) rasio *investment to net sales* (IONS).

Rasio *capital expenditure to book value asset* dan *capital expenditure to market value of assets* menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan. Rasio *investment to net sales* menggunakan investasi modal sesungguhnya sebagai suatu ukuran nilai buku *gross property, plant* dan *equipment* (Hartono, 1999). Nilai *gross property, plant* dan *equipment* ini menunjukkan aset yang dimiliki perusahaan (Larcker, 1983; Skinner, 1993 dalam Hartono, 1999).

Dividen merupakan *return* arus kas pada investasi ekuitas dan ekuilibrium harga saham, sama dengan nilai diskonto dari dividen masa depan yang diharapkan (Jones, 2000):

$$P_t = \sum_{\tau=1}^x E_t [d_{t+\tau}] (1+k)^{-\tau} \quad (1)$$

Pada saat t , P_t adalah harga pasar dan d_t adalah dividen yang dibayar, $E_t[\cdot]$ adalah nilai yang diharapkan pada tanggal informasi t dan k adalah tingkat diskonto yang diinginkan oleh pemegang saham. Model ini disederhanakan dengan asumsi bahwa pertumbuhan dividen pada tingkat konstan, g (Gordon, 1959 dalam Barker, 1999):

$$P_t = \frac{d_{t+1}}{k - g} \quad (2)$$

Persamaan (2) ini menunjukkan bahwa *dividend yield* merupakan tingkat *return* yang diinginkan lebih kecil dari tingkat pertumbuhan dividen, yang ditunjukkan dengan persamaan (3), yang merupakan model *dividend yield* (Barker, 1999):

$$\frac{d_{t+1}}{P_t} = k - g \quad (3)$$

Model pendekatan ratio P/E dikembangkan dari pendekatan *dividend yield* dan persamaan yang diperoleh pada persamaan rasio P/E adalah (Barker, 1999):

$$\frac{P_t}{X_{t+1}} = \frac{1}{k}, \quad X_t \text{ menunjukkan laba untuk periode } t+1 \quad (4)$$

Beberapa penelitian telah menguji bahwa perubahan dividen memiliki kandungan informasi seperti yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980), Healy dan Palepu (1988) dan Benartzi, Michaely dan Thaler (1997), sedangkan Beaver, Lambert dan Morse (1980), Collins dan Kothari (1989), dan Strong dan Walker (1993) telah menguji bahwa laba memiliki kandungan informasi. Informasi relevansi nilai ini terserap pada harga saham. Penelitian ini tidak akan melihat kejadian ini (*event study*) tetapi penelitian ini akan memperluas model penilaian dengan

memasukkan dividen dan laba yang ditahan yang menunjukkan penggunaan rasio P/E dan *dividend yield* dalam menentukan dan mengevaluasi harga saham.

Penelitian ini akan menguji relevansi nilai *dividend yield* dan rasio P/E dengan pertumbuhan perusahaan. Adanya IOS yang tinggi menunjukkan profitabilitas dan kesempatan bertumbuh yang ditunjukkan pada profitabilitas yang lebih tinggi. Oleh karena itu untuk perusahaan yang tidak bertumbuh tidak memiliki relevansi nilai pada laba.

Penelitian Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999) dan Sami dkk. (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak bertumbuh cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah lebih besar dibanding perusahaan yang bertumbuh. Dengan demikian dividen diharapkan akan memiliki relevansi nilai yang lebih besar untuk perusahaan yang tidak bertumbuh. Perusahaan yang tidak bertumbuh dinilai hanya dengan menggunakan dividen saja maka, laba yang ditahan bukan merupakan relevansi nilai. Laba yang ditahan digunakan disini karena laba yang ditahan merupakan informasi laba yang meningkat pada informasi dividen, seperti yang telah digunakan oleh Barker (1999). Hipotesis *null* yang digunakan untuk menguji bahwa dividen memiliki relevansi nilai pada perusahaan yang tidak bertumbuh adalah:

H₁ : Tidak terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen dan laba yang ditahan untuk perusahaan yang tidak bertumbuh.

H₂ : Laba yang ditahan bukan merupakan relevansi nilai untuk perusahaan yang tidak bertumbuh.

H₃ : Tidak terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen antara perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh.

Dividen dan laba ditahan merupakan komponen laba, sehingga akan memiliki kesamaan relevansi pada rasio P/E, demikian

pula untuk perusahaan yang bertumbuh, laba diharapkan merupakan informasi yang relevan. Oleh karena itu, akan diuji apakah laba yang ditahan dan dividen akan memiliki relevansi nilai untuk perusahaan yang bertumbuh. Hipotesis *null* yang digunakan untuk menguji adalah:

H₄ : Tidak terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen dan laba yang ditahan untuk perusahaan yang bertumbuh.

H₅ : Tidak terdapat perbedaan relevansi nilai dari laba ditahan antara perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh.

METODOLOGI PENELITIAN

Sampel

Data diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta, *data base* yang tersedia di Pusat Pengembangan Akuntansi UGM dan *Indonesian Capital Market*. Sampel diperoleh dengan metode *purposive sampling*, dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel adalah:

1. Terdaftar di Bursa Efek Jakarta minimal sejak tahun 1991.
2. Mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara konsisten dari tahun 1991 sampai dengan 1996. Tahun-tahun yang diperkirakan masih terjadinya krisis moneter di Indonesia (1997 sampai dengan 2000) tidak dimasukkan pada sampel ini karena dapat mengganggu analisis yang dilakukan.
3. Perusahaan menggunakan periode laporan keuangan per 31 Desember.
4. Bukan lembaga keuangan, perbankan maupun perusahaan pemerintah, hal ini dilakukan untuk mengantisipasi adanya pengaruh regulasi yang dapat mempengaruhi variabel dalam penelitian

ini (Gaver dan Gaver, 1993 dan Sami dkk, 1999).

5. Membagikan dividen pada tahun 1991 sampai dengan 1996.

Berdasarkan desain tersebut dilakukan proses pemilihan sampel dan diperoleh jumlah sampel sebagai berikut:

Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Perusahaan go public sampai dengan tahun Bersangkutan	124	150	150	150	150	150
Lembaga keuangan, perbankan dan pemerintah	(32)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
Tidak membagikan dividen	(2)	(4)	(9)	(7)	(19)	(16)
Perusahaan dengan data tidak lengkap	(2)	(8)	(12)	(11)	(5)	(10)
Jumlah Sampel	88	101	92	95	85	87

Jumlah sampel keseluruhan yang digunakan adalah 548

Proksi IOS sebagai Indikator Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh

Penentuan perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh diproksikan dengan menggunakan nilai IOS. Rasio yang digunakan

untuk mengukur nilai IOS adalah rasio berbasis pada harga saham dan rasio berbasis pada investasi. Pengukuran IOS secara rinci adalah sebagai berikut:

1. Proksi berbasis pada harga saham.

- a. Rasio nilai pasar aset dengan nilai buku aset (MVABVA)

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Total Aset}}$$

- b. Rasio nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas (MVEBVE)

$$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

- c. Tobin'q (TOBINQ)

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham})}{[\text{Aktiva Tetap Net} * ((\text{Aktiva Tetap Gross} - \text{Aktiva Tetap Net}) / \text{Biaya Depresiasi})] + (\text{Total Aset} - \text{Aktiva Tetap Net})}$$

- d. Rasio firm value to book value of Property Plant and Equipment (VPPE)

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Aktiva Tetap Net}}$$

- e. Rasio value to depreciation expense (VDP)

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Biaya Depresiasi}}$$

2. Proksi dengan berbasis pada investasi.

- a. Rasio tambahan modal dengan nilai perusahaan (CAPBVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset}}$$

- b. Rasio tambahan modal dengan nilai buku aset (CAPMVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Penutupan Saham})}$$

- c. Rasio investment to net sales (IONS)

$$\frac{\text{Investasi}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

Nilai proksi IOS diperoleh dianalisis dengan menggunakan *common factor analysis* (Gaver dan Gaver, 1993; Sami dkk., 1999). Indeks faktor yang diperoleh kemudian diurutkan dari yang tertinggi sampai ke yang terendah. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan perusahaan yang bertumbuh dan 40% indeks terendah merupakan perusahaan yang tidak bertumbuh, seperti yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993). Sampel indeks yang terletak ditengah (sebesar 20%) dihilangkan karena dianggap tidak ekstrim mencerminkan kriteria perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh. Diperoleh 219 perusahaan dengan kriteria sebagai perusahaan bertumbuh dan 219 sebagai perusahaan yang tidak bertumbuh, sehingga total sampel yang digunakan untuk analisis model penilaian adalah sebanyak 438.

MODEL BERBASIS PASAR

Penelitian ini menggunakan model penilaian. Semua pengujian yang dilakukan pada penelitian ini diperoleh model berbasis pasar yaitu harga pasar (P) sebagai fungsi dari nilai buku ekuitas per lembar saham (BV) dan laba per lembar saham (E) (Barker, 1999).

$$P_{it} = a_0 + a_1 BV_{it} + a_2 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Untuk menguji relevansi dividen, laba per lembar (E) disusun ke dalam dividen per lembar saham (DV) dan laba yang ditahan tahunan per lembar saham (RE). Penggunaan dividen dalam model telah dilakukan oleh Miller dan Rock (1985), sehingga model yang dikembangkan menjadi:

$$P_{it} = b_0 + b_1 BV_{it} + b_2 RE_{it} + b_3 DV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(6)$$

Untuk menguji relevansi peran dividen dan laba yang ditahan pada pertumbuhan perusahaan digunakan model:

$$P_{it} = a + bGROW_{it} + cBV_{it} + dRE_{it} + eGROW_{it}RE_{it} + fDV_{it} + gGROW_{it}DV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

GROW merupakan variabel *dummy*, akan bernilai 1 untuk perusahaan yang bertumbuh dan 0 untuk perusahaan yang tidak bertumbuh. Persamaan yang digunakan untuk menguji perusahaan yang tidak bertumbuh (H_3 dan H_4), digunakan persamaan:

$$P_{it} = a + cBV_{it} + dRE_{it} + fDV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Sedangkan untuk menguji perusahaan yang bertumbuh ($H_5 - H_7$) digunakan persamaan:

$$P_{it} = (a + b) + cBV_{it} + (d + e)RE_{it} + (f + g)DV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

Statistik deskriptif untuk semua variabel yang digunakan dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P	438	550.0	37000.0	5334.747	5544.835
BV	438	663.5	8772.0	2696.773	1539.734
RE	438	17.0	9500.0	946.057	1052.234
DV	438	2.5	625.0	70.335	79.788
Valid N (listwise)	438				

Tabel 3. Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.530 ^a	.280	.270	4735.994

^a. Predictors: (Constant), GROWDV, GROWRE, BV, DV, GROW, RE

Tabel 4. ANOVA^b

Mode	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	3.77E+09	6	628079325.4	28.002	.000 ^a
Residual	9.67E+09	431	22429638.12		
Total	1.34E+10	437			

^a. Predictors: (Constant), GROWDV, GROWRE, BV, DV, GROW, RE

^b. Dependent Variable: P

Tabel 5. Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1076.491	553.498		1.945	.052
GROW	4591.354	746.344	.414	6.152	.000
BV	.732	.202	.203	3.615	.000
RE	.123	.453	.023	.272	.786
GROWRE	.902	.494	.150	1.826	.069
DV	7.428	4.216	.107	1.762	.079
GROWDV	-33.072	6.546	-.339	-5.052	.000

^a. Dependent Variable: P

Keterangan:

Persamaan yang diestimasi adalah:

$$P_{it} = a + bGROW_{it} + cBV_{it} + dRE_{it} + eGROW_{it}RE_{it} + fDV_{it} + gGROW_{it}DV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Analisis untuk hipotesis H_1 dan H_2 digunakan model yang ada pada persamaan (8), dengan nilai $GROW = 0$. Hasil regresi menunjukkan bahwa koefisien pada RE relatif sangat kecil dibanding dengan koefisien pada DV, ini menunjukkan bahwa tidak hubungan sistematis antara harga saham dan dividen dan antara harga saham dan laba yang ditahan. Atau dengan kata lain terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen dan laba yang ditahan untuk perusahaan yang tidak bertumbuh, dengan demikian H_1 ditolak.

Uji yang lebih kuat ditunjukkan pada H_2 yang menentukan apakah dividen tidak relevan. Hasil regresi menunjukkan bahwa koefisien RE tidak signifikan, dengan demikian H_2 didukung. Dengan demikian hasil ini menunjukkan laba yang ditahan bukan merupakan informasi yang relevan untuk perusahaan yang tidak bertumbuh.

Koefisien $GROWDV$ adalah negatif dan signifikan, ini menunjukkan bahwa koefisien $GROWDV$ mengimbangi koefisien positif dari DV. Ini sekaligus menunjukkan bahwa relevansi nilai dari dividen lebih rendah untuk perusahaan yang bertumbuh dari pada untuk perusahaan yang tidak bertumbuh, dengan demikian H_3 ditolak, yang berarti bahwa terdapat perbedaan relevansi nilai dari dividen antara perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh. Hasil analisis hipotesis H_1 , H_2 dan H_3 menunjukkan dengan jelas bahwa untuk perusahaan yang tidak bertumbuh, dividen lebih memiliki relevansi nilai dibanding dengan laba yang ditahan.

Koefisien pada $GROWRE$ positif dan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan sistematis antara harga dan laba yang ditahan untuk perusahaan yang bertumbuh, dengan demikian hipotesis H_5 ditolak. Pengujian hipotesis H_4 dilakukan dengan menganalisis koefisien $GROWRE$ dan $GROWDV$. Koefisien $GROWRE$ pada hasil pengujian regresi menunjukkan angka yang positif dan signifikan sedangkan koefisien

$GROWDV$ besar, negatif dan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa laba ditahan relatif lebih penting untuk perusahaan yang bertumbuh sementara dividen relatif kurang penting. Walaupun demikian kedua koefisien ini menunjukkan signifikansi, ini berarti keduanya memiliki relevansi. Hal ini konsisten dengan penggunaan rasio P/E, karena laba ditahan dan dividen merupakan komponen relevansi nilai yang sama. Hasil ini menunjukkan bahwa H_4 didukung.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN PENELITIAN BERIKUTNYA

Penelitian ini mengembangkan dan menguji model penilaian yang menjadi prediksi utama bahwa nilai ekuitas adalah fungsi laba, dividen dan nilai buku. Penelitian ini menunjukkan bahwa untuk perusahaan yang tidak bertumbuh, dividen lebih relevan dibanding dengan laba yang ditahan. Ini menunjukkan bahwa pendekatan model dividend yield lebih relevan untuk perusahaan yang tidak bertumbuh. Sedangkan untuk perusahaan yang bertumbuh baik dividen maupun laba yang ditahan keduanya relevan, walaupun secara lebih teliti laba yang ditahan lebih relevan dibanding dividen. Dengan demikian pendekatan rasio P/E lebih relevan untuk perusahaan yang bertumbuh.

Hasil ini memberikan arah yang jelas bagi peneliti dan analis yang berkepentingan melakukan analisis dengan menggunakan model penilaian. Model penilaian dengan pendekatan dividend yield lebih tepat digunakan untuk perusahaan yang tidak bertumbuh dan pendekatan rasio P/E lebih tepat digunakan untuk perusahaan yang bertumbuh. Pilihan pendekatan mana yang akan digunakan sangat penting, karena akan menentukan spesifikasi dan interpretasi model ekonometrik dari harga, laba dan dividen.

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain: (1) keterbatasan data, yang menyebabkan tidak dapat mencakup semua variabel proksi IOS, seperti rasio R&D expense to firm value,

rasio R&D expense to total assets, rasio R&D expense to sales dan variance of asset-deflated sales.; (2) sampel penelitian terdiri dari atas perusahaan dengan berbagai jenis industri, kecuali industri perbankan dan keuangan, perbedaan jenis industri ini dapat mempengaruhi nilai variabel penelitian ini; dan (3) tahun yang digunakan hanya sampai dengan 1996, untuk menguji konsistensi pengujian ini, tahun yang digunakan dapat diperpanjang.

Penelitian berikutnya sangat diharapkan pada pengembangan model ini dengan beberapa hal penting yang perlu dikembangkan: (1) pada penelitian berikutnya dapat memasukkan variabel proksi IOS yang belum digunakan pada penelitian ini seperti rasio *R&D expense to firm value*, rasio *R&D expense to total assets*, rasio *R&D expense to sales* dan *variance of asset-deflated sales*; dan (2) uji konsistensi model ini dapat dilakukan dengan memperhatikan level industri.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbott, Lawrence J. (2001). Financing, Dividend and Compensation Policies Subsequent to a Shift in and the Investment Opportunity Set. *Managerial Finance*, 31-47.
- Aharony, J. and I Swary (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Return: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 1-12.
- AlNajjar, Fouad K. dan Ahmed Riahi-Belkaoui (2001). Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities. *Managerial Finance*, 72-90.
- Arnorld, J.A. dan P. Moizer (1984). A Survey of the Method Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments individual Ordinary Shares. *Accounting and Business Research*, 113-124.
- Badrinath, S.G. dan Omesh Kini (1994). The Relationship Between Securities Yields, Firm Size, Earning/Price Ratios and Tobin's Q. *Journal of Business Finance and Accounting*, 109-131.
- Ball, R dan P. Brown (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Baker, Richard G. (1998). The Market for Information – Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers. *Accounting and Business Research*, 3- 20.
- (1999). Survey and Market-Based Evidence of Industry-Dependence individual Analysts' Preferences Between the Dividend yield and Price-earnings Ratio Valuation Models. *Journal of Business Finance and Accounting*, 393- 418.
- Barth, M. (1991). Relative Measurement Errors Among Alternative Pension Asset and Liability Measures. *The Accounting Review*, 393-418.
- Beaver, R. Lambert dan D. Morse (1980). The Income Content of Security Prices. *Journal of Accounting and Economics*, 3-28.
- Benartzi, S., R. Michaely dan R. Thaler (1997). Do Changes individual Dividend Signal the Future of The Past? *Journal of Finance*, 1007-1034.
- Burgstahler, D.C dan I.D. Dichev (1997). Earnings, Adaptation and Equity Value. *The Accounting Review*, 187-216.
- Chung, Kee H. dan Charlie Charoenwong (1991). Investment Options, Assets in Place and Risk of Stocks. *Financial Management*, 21-33.
- Collins, D.W. dan S.P. Kothari (1989). An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 143-181.
- Easton, P. and T. Harris (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 19-36.

- Foster, George (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall Englewood Cliffs.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver (1993). Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, 125-160.
- Govindarajan, V. (1980). The Objectives of Financial Statements: An Empirical Study of the Use of Cash Flow and Earnings by Security Analyst. *Accounting, Organization, and Society*, 383-392.
- Hartono, Jogiyo (1998). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- ____ (1999a). An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments. *Working Paper*. Universitas Gadjah Mada.
- ____ (1999b). Model Harga dan Model Return. *Laporan Akhir Diserahkan ke QUE Akuntansi FE UGM*.
- Healy, P.M. dan K.G. Palepu (1988). Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Finance Economics*, 149-176.
- Jones, Charles P. (2000). *Investment: Analysis and Management*. John Wiley and Sons. Inc.
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley (1999). The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, 505-519.
- ____ (2001). The Investment Opportunity Set: Determinant, Consequences and Measurement. *Managerial Finance*, 3-15.
- Landsman, W. (1986). An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights. *The Accounting Review*, 44-64.
- Miller, M. dan K. Rock (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 1039-1051.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 147-175.
- Ohlson, J.A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends individual Security Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 661-687.
- Previts, G.J., R.J. Bricker, T.R. Robinson, dan S.J. young (1994). A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports. *Accounting Horizons*, 55-70.
- Rees, William P. (1997). The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models. *Journal of Business Finance and Accounting*, 1111-1140.
- Sami, Heibollah, S.M. Simon Ho dan C.K. Kevin Lam (1999). Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Leasing, and Compensation Policies: Some Evidence from the Emerging Market. *Working Paper*, dipresentasikan di Program Magister Sains Akuntansi UGM tanggal 2 Agustus 1999.
- Saputro, Julianto Agung. Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan. *Thesis Pasca Sarjana FE UGM*.
- Smith Jr., Clifford W. dan Ross L. Watts (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 263-192.
- Strong, N. and M. Walker (1993). The Explanatory Power of Earnings for Stock Return. *The Accounting Review* (April), 385-399.